

Utfordringer i den økonomiske politikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Foredrag for NHOs Hovedstyre, 19. september 2002

Omtalen bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i Hovedstyret 18. september, samt tidligere foredrag. Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

For halvannet år siden vedtok Regjeringen og Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Det er lagt opp til å bruke realavkastningen av Petroleumsfondet hvert år. Regjeringen fastsatte samtidig et nytt operativt mandat for pengepolitikken. Norges Banks skal sette renten med sikte på lav og stabil inflasjon.

Den første setningen i mandatet for pengepolitikken omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Det er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst og velstand og er en nødvendig forutsetning for stabilitet i finansmarkedene og i eiendomsmarkedene. Forskriften sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi. Kronekursen svinger fra dag til dag, uke til uke og fra måned til måned. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronekursen.

Det første avsnittet i mandatet fremstår som et formål. Det siste avsnittet sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre. Inflasjonsmålet er satt til 2 ½ prosent. Når pengepolitikken sikter mot lav og stabil inflasjon, vil det bidra til stabil kronekurs over tid. Hvis vi motvirker at kronen styrker seg når det er press i økonomien, reduserer vi muligheten for å holde inflasjonen i sjakk, og vi øker risikoen for svingninger i økonomien. Her må altså hensynet til stabilitet i kronens nasjonale verdi gå først.

Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til Norges Bank. Bankens forståelse av forskriften er grunnlaget når vi setter renten. I tolkningen legger vi vekt på Regjeringens grunngivning for forskriften, på formålet slik det er uttrykt i det første avsnittet, og på vår kunnskap om sammenhengene mellom rente, kronekurs, produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Renten påvirker prisveksten indirekte via innenlandsk etterspørsel og ved å påvirke kronekursen. Når renten øker, blir det mer lønnsomt å spare og mer kostbart å låne. Det demper forbruket og investeringene. I neste omgang bidrar lavere etterspørsel til å dempe veksten i priser og lønninger. Høyere rente gjør det mer attraktivt å plassere i norske kroner og låne i andre valutaer. Normalt vil derfor en høyere rente føre til en sterkere krone. Det gjør importerte varer billigere. I tillegg demper en sterkere krone aktiviteten, lønnsomheten og lønnsvnen i konkurranseutsatt næringsliv.

Det er viktig å være oppmerksom på sammenhengene mellom sysselsetting, produksjon og inflasjon. Hvis det er knapphet på arbeidskraft og andre realressurser, vil en stram pengepolitikk redusere inflasjonen via virkningene på importprisene og på samlet etterspørsel etter varer og tjenester og arbeidskraft. Når vi retter pengepolitikken inn mot å

stabilisere inflasjonen, vil vi derfor også bidra til stabilitet i samlet produksjon og sysselsetting.

Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli satt opp. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir lavere enn 2½ prosent, vil renten bli satt ned.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Inflasjonen i dag gir derfor ikke tilstrekkelig holdepunkt for hva renten bør settes til nå. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring vil komme innen to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå inflasjonsmålet.

Det kan likevel tenkes at dersom prisveksten skulle være svært høy, og den økonomiske utviklingen samtidig svak, vil vi kunne velge å bruke noe lenger tid enn to år på å nå målet om en prisvekst på 2½ prosent. Ved å påvirke prisveksten over tid, unngår vi at pengepolitikken i seg selv påfører økonomien unødige forstyrrelser.

Norges Bank har ett virkemiddel. Det er renten. Virkningene av renteendringer favner vidt. Pengepolitikken kan derfor ikke rettes inn mot å stabilisere utviklingen bare for konkurranseutsatt sektor, slik det er tatt til orde for. Det ville lett skapt store ubalanser i norsk økonomi.

Lavrentepolitikken og devalueringene på 1970- og 1980-tallet er et eksempel på hvor galt en slik politikk kan bære av sted. Pengepolitikken ble rettet inn mot å unngå at industriens konkurransevne ble svekket. Kronen ble devaluert flere ganger. Men lønningene skjøt fart for å kompensere for økt inflasjon. Resultatet var en lønns- og prisgalopp som rammet hele økonomien. Samtidig økte etterspørselen etter lån kraftig og skapte spenninger i vårt finansielle system på 1970- og 1980-tallet.

Pengepolitikken kan være et effektivt virkemiddel til å påvirke den samlede etterspørselen i økonomien. Det er imidlertid lite pengepolitikken kan gjøre for å rette opp forstyrrelser på produksjonssiden i økonomien. Forskyvninger i lønnsdannelsen, svikt i produktivitetsveksten eller sterk økning i priser på viktige innsatsfaktorer må i stedet møtes med tiltak som kan bedre økonomiens virkemåte.

I budsjettpolitikken legges det vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. Det er overlapp mellom oppgavene som pengepolitikken og finanspolitikken er ment å utføre. Dette gjør det naturlig å stille spørsmål om det er behov for å koordinere beslutningene i finans- og pengepolitikken. Ulike forhold kan føre til at samspillet mellom penge- og finanspolitikken ikke fungerer. Et godt samspill bygger på at de organene som treffer beslutningene, er seg bevisst hvordan egne beslutninger påvirker de beslutningene de andre vil ta. Hvis ikke denne erkjennelsen er til stede, vil ikke resultatet av egne beslutninger bli slik man selv hadde planlagt. Økonomien vil kunne bevege seg i en svært lite gunstig retning, med høye renter, lav økonomisk vekst og svekkelse av statens finansielle stilling.

Uten koordinering kan resultatet likevel bli godt hvis finanspolitikken opptrer som "leder" og pengepolitikken som "følger", for å bruke uttrykk fra spillteorien. De finansielle

myndigheter kan internalisere det pengepolitiske reaksjonsmønsteret. Handlingsmønsteret til sentralbanken må da være kjent, slik at de finanspolitiske myndighetene kan ta hensyn til det.

Partene i arbeidslivet kan tilsvarende ta hensyn til en eventuell pengepolitisk reaksjon når lønningene fastsettes. "Lederen" i samspillet - det vil si partene i arbeidslivet - kan ta hensyn til "følgerens" - det vil si Norges Banks - reaksjoner. Dette synspunktet er mest relevant når lønnsdannelsen er sentralisert. Med en desentralisert lønnsdannelse vil pengepolitikken i stedet påvirke lønnsveksten via markedsmekanismene, gjennom å stabilisere samlet etterspørsel.

En forutsetning for et godt samspill er at pengepolitikken er kjent og ligger fast.

Utfallet av årets oppgjør tyder på at partene ikke har internalisert det pengepolitiske reaksjonsmønsteret. Kanskje står valget av forbundsvise oppgjør og de store tilleggene utenfor LO-NHO-området i veien.

Den høye lønnsveksten også for grupper som får sin lønn fastsatt gjennom individuelle avtaler tyder på at arbeidsmarkedet har vært stramt. Utviklingen i funksjonær- og lederlønningene kan også gjenspeile svak styring av kostnadene i bedrifter og virksomheter etter en lang oppgangskonjunktur.

Stabil valutakurs og kostnadsveksten hos våre handelspartnere var lenge ankerfestet for lønnsdannelsen. Men siden 1998 har veksten i lønnskostnadene i Norge vært rundt 2 prosentpoeng høyere enn blant våre handelspartnere. Den høye lønnsveksten rammer industrien hardt, sammen med dårlige tider ute og en sterk krone.

Det er lønnsveksten samlet for alle grupper som påvirker utsiktene for inflasjonen. Med store tillegg for enkeltgrupper kan legge grunnlaget for spiraler. Lønningene for funksjonærer i næringslivet har vokst sterkt. I år ser det dessuten ut til at særlig ansatte i offentlig sektor og i deler av privat tjenesteyting tar ut høye lønnstillegg.

Over tid må veksten i reallønningene svare til veksten i arbeidstakernes produktivitet. Med et inflasjonsmål på 2 ½ prosent og trendvekst i økonomien på 2 prosent blir det rom for en årlig nominell lønnsvekst på rundt 4 ½ prosent. Disse tallene stemmer godt overens med utviklingen på 1990-tallet. I gjennomsnitt for det tiåret var lønnsveksten 4 ½ prosent og produktivitetsveksten 2 prosent. Det ga inflasjon på 2 ½ prosent kombinert med en stabil kronekurs.

Når det skjer uventede skift oppover i lønnskostnadene, må renten settes opp for å unngå inflasjon. En økning i lønningene utover det som er forenlig med inflasjonsmålet vil over tid gi økt rente, lavere sysselsetting og høyere arbeidsledighet. Det er en sammenheng mellom lønnsvekst og rentenivå. Jo lavere lønnsvekst, jo lavere rente, og omvendt. Forskjellene mellom rentenivåene i ulike land gjenspeiler langt på vei forskjeller i lønnsvekst. Det ene ytterpunktet er Japan med null rente og ingen lønnsvekst. De andre ytterpunktene er Island og Norge med høy rente og høy lønnsvekst. Bak den særnorske lønnsveksten er et stramt arbeidsmarked. I andre land er situasjonen en annen, med svak økonomisk utvikling og avtakende inflasjon. Det fører til at renten er høyere i Norge enn i andre land.

Husholdningene opplever sterk vekst i inntektene og låner mye. Lønnsveksten er høy. Den finansielle sparingen er lav. Det er høy vekst i detaljomsetningen målt i løpende kroner. Boligprisene er høye. Også oljeinvesteringene er høye. Derimot venter vi en svak utvikling i eksporten og i blant annet investeringene i forretningsbygg.

Den norske kronen har styrket seg markert inneværende år. Utviklingen i lønnsoppgjøret har trolig vært en viktig drivkraft. Høy lønnsvekst legger grunnlaget for høy rente. Det gjør det attraktivt å plassere i norske kroner. Kronen styrkes.

Vi må være forberedt på at kronekursen vil variere, slik vi har sett i andre land. Vi har fritt vare- og tjenestebytte og frie kapitalbevegelser. Kronen flyter. Det betyr at aktørene i økonomien ikke kan legge til grunn at kronen vil være stabil mot euro, mot dollar eller mot et veid gjennomsnitt av utenlandske valutaer.

Sammenliknet med andre valutaer, skiller ikke svingningene i kronekursen seg ut. En stor del av petroleumsinntektene investeres i utenlandske aksjer og obligasjoner gjennom Petroleumsfondet. Endringer i oljeprisen påvirker fondets størrelse, men i liten grad bruken av oljeinntektene innenlands. Petroleumsfondet virker dermed som en buffer mot svingninger i oljeprisen og skjermer kronekursen. Vi har likevel vært forberedt på svingninger i kronekursen på linje med endringene i andre land.

Det som har drevet kronekursen de siste to årene er den høye og økte rentedifferansen mellom Norge og utlandet som gjenspeiler den særnorske lønnsutviklingen.

Renteforskjellen reflekterer høy etterspørselsvekst og høy lønnsvekst. Det er en klar sammenheng mellom lønnsvekst, renteforventninger og kronekurs. Styrkingen av kronekursen demper inflasjonen, og svekker samtidig lønnsomheten, sysselsettingen og lønnsevnene i konkurranseutsatte virksomheter.

Kronen er fleksibel i begge retninger. Den vil ikke vedvarende styrke seg. Varig lavere lønnsvekst vil gå hånd i hånd med mindre forskjell i renten og det kan snu utviklingen i kronekursen.

Det konkurranseutsatte næringslivet vil få et særskilt løft dersom lønnsveksten skulle avta. Renten vil kunne settes ned. Kronen vil kunne svekkes slik at inntjeningen og sysselsettingen styrkes ytterligere.

De siste tretti årene er industrien bygget ned i bølger. Særlig i årene fra 1977 til 1984 og fra 1987 til 1992 var det kraftig avskalling. I forkant var lønnsomheten i industrien svekket. Det kan ta tid før en slik svekkelse slår ut i lavere produksjon og sysselsetting. Men når omslaget først kommer, skjer det gjerne raskt og kraftig. Vi er trolig nå inne i en ny periode med avskalling.

Flere forhold trekker i denne retningen. For det første er produktivitetsveksten i industrien høyere enn i andre næringer. Det gir en trendmessig nedgang i industrisysselsettingen i Norge så vel som i andre OECD land.

For det andre har kostnadene i industrien økt kraftig fra 1998. Frem til sommeren 2000 ble kostnadsøkningen til en viss grad dekket over av svakere krone. Styrkingen av kronen har synliggjort og forsterket forverringen av den kostnadmessige konkurranseevnen. Samlet ser det ut til at lønningene i Norge vil stige vel 15 prosent mer enn ute i årene fra og med 1998 til 2003. Kronen er nå om lag 7 prosent sterkere enn gjennomsnittet for 1990-tallet.

For det tredje innebærer handlingsregelen for finanspolitikken at konkurranseutsatt sektor blir utsatt for et ytterligere press. Innfasingen av oljeinntekter vil over tid føre til omstillinger og overføring av ressurser fra konkurranseutsatt sektor til skjermede næringer.

For det fjerde virker reaksjonsmønstrene i stabiliseringspolitikken på en annen måte enn før. Under solidaritetsalternativet var reaksjonsmønsteret slik at press i arbeidsmarkedet og høy lønnsvekst skulle møtes med lavere vekst i offentlige utgifter (eller eventuelt styrking av statens inntekter). Det var gunstig for industrien. I dag tar pengepolitikken mer av støytten. Det kan tidvis føre til sterk kronekurs.

For det femte er de internasjonale konjunktorene svake samtidig som oljeprisen er høy. Fallet i aksjekursene svekker veksten hos våre handelspartnere. Markedene for eksportindustrien stagnerer, men samtidig får deler av norsk økonomi en stimulans på grunn av den høye oljeprisen.

Norges Banks Hovedstyre vurderte i går renten. Det ble ikke fattet vedtak om å endre renten. Norges banks styringsrente, foliorenten, opprettholdes dermed på 7 prosent. Med uendret rente ser Norges Bank det nå som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2 ½ prosent som at den blir lavere.

Høy vekst i lønnskostnadene bidrar til en relativt høy prisstigning for varer og tjenester som produseres i Norge. En vedvarende sterk krone vil bidra til å holde prisen på importvarer nede. Den sterke kronen vil få konsekvenser for aktiviteten i det konkurranseutsatte næringslivet. Den sterke kronen er, sammen med utsikter til lav inflasjon ute, den viktigste motvekten mot den kraftige veksten i innenlandske kostnader.